

KINERJA MANAJER INVESTASI REKSADANA SAHAM SYARIAH DI INDONESIA

ANITA

UIN Sultan Maulana Hasanuddin Banten

E-mail: nit_82nit@yahoo.co.id

Abstract

The purpose of this study is to test the ability of investment managers in Islamic mutual funds in their ability to conduct stock selection and market timing. The model developed in this study uses the Henriksson-Merton model. With purposive sampling technique obtained a sample of 31 mutual funds. After testing the results obtained, the performance of Islamic stock mutual funds in Indonesia underperformed compared to the ISSI market performance. The stock selection results contribute negatively to $\alpha = 5\%$, while the ability of market timing has a significant positive effect on mutual fund returns.

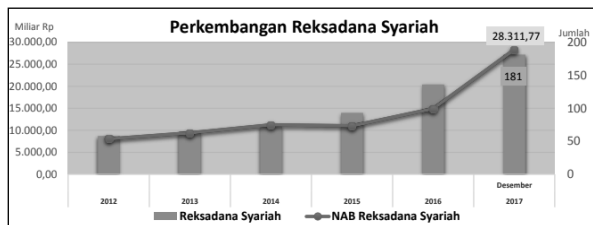
Keywords: Excess Return, Market Timing, Portfolio, Stock Selection

PENDAHULUAN

Saat ini telah berkembang suatu wadah yang didalamnya merupakan kumpulan para manajer investasi yang bertugas dalam mengelola dana investasi yang disetor para investor. Adapun lembaga tersebut dinamakan reksadana (*mutual fund*). Dalam reksadana masyarakat pemodal tidak langsung menginvestasikan dananya dengan membeli efek di pasar modal, melainkan membeli produk reksadana yang dikelola oleh manajer investasi (Hariyani, Iswi & Serfianto, 2010:236). Dengan demikian keberhasilan manajer investasi menjadi ujung tombak dari kinerja perusahaan reksadananya. Dalam reksadana syariah, manajer investasi tidak hanya dituntut atas kemampuan pengelolaannya, namun juga divatasi atas berbagai regulasi yang berdasarkan atas fatwa MUI. Sebagai negara dengan mayoritas penduduk beragama Islam,

diharapkan keberadaan reksadana berbasis syariah lebih dapat diterima oleh investor khususnya bagi yang muslim.

Adapun perkembangan reksadana syariah di Indonesia 6 (enam) tahun terakhir tergambar yang ditunjukkan pada grafik (Gambar 1). menunjukkan perkembangan yang relatif stabil. Gambar di atas menunjukkan kenaikan nilai aktiva bersih. Dimana akhir tahun 2012 nilai aktiva bersih baru sekitar Rp. 8 milyar, namun selang 5 tahun berikutnya mengalami kenaikan lebih dari 200 persen menjadi sekitar Rp. 28 milyar. Kenaikan ini melebihi kenaikan NAB pada reksadana konvensional yang hanya mampu meningkat sebesar 100 persen yakni Rp. 205 milyar di tahun 2012 dan di akhir tahun 2017 sekitar Rp 430 milyar. Peningkatan ini cukup membuktikan bahwa keberadaan reksadana syariah dapat diterima sebagai alternatif investasi di pasar modal Indonesia.



Gambar 1. Grafik Perkembangan Reksadana Syariah

Kepiawaian manajer investasi sangatlah berperan dalam meningkatkan *return* reksadana, meskipun manajer investasi pada reksadana syariah dibatasi oleh pedoman dan regulasi berdasarkan prinsip Islam. Penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Asytuti (2003) membuktikan bahwa minimnya sarana investasi yang sesuai dengan prinsip Islam mengakibatkan *return* pada reksadana syariah kurang optimal dibanding dengan reksadana konvensional (Asytuti, 2003). Hasil ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Dewi dan Ferdian (2009) tidak mampu membuktikan kemampuan manajer investasi dalam melakukan jual dan beli saham, namun penelitian ini mampu membuktikan bahwa kinerja reksadana syariah Indonesia lebih unggul dari reksadana syariah di Malaysia (Dewi, & Ferdian, 2009). Namun hasil yang bersebrang ditunjukkan oleh Cicilia (2014) mengembangkan model Henriksson-Merton dalam menguji reksadana saham selang 2009-2013 dan membuktikan bahwa manajer investasi pada reksadana konvensional yang diuji memiliki *keampuan stock selection* dan *market timing* positif signifikan (Cicilia, 2013).

Berdasarkan fenomena tersebut, menjadikan alasan bagi penulis untuk melakukan penelitian kinerja reksadana syariah dengan mengukur kemampuan manajer dalam menyusun portofolio saham (*stock selection ability*) dan

kemampuan melakukan jual ataupun beli saham pada waktu yang tepat (*market timing ability*) dengan mengoperasionalkan model kinerja reksadana yang dikembangkan oleh Henriksson dan Merton.

KAJIAN PUSTAKA

Perkembangan instrumen investasi saat ini semakin marak, hal ini mendorong pemodal kecil ingin turut pula berpartisipasi dalam menanamkan dananya pada pasar modal. Dengan dana dan kemampuan yang terbatas menjadikan reksadana sebagai alternatif investasi. Kelebihan dari berinvestasi melalui reksadana, diantaranya adalah hanya dengan membutuhkan modal yang minim dan dikelola oleh manajer investasi yang profesional. Namun sebagai muslim, kita dibatasi dengan prinsip syariah yang mengatur boleh atau tidaknya investasi dijalankan. Berdasarkan Fatwa DSN-MUI No 20/2001 tentang Pasar modal yang bersumber pada Alqur'an dan Hadist, melegitimasi reksadana syariah sebagai sarana investasi yang dibolehkan. Sehingga manajer investasi yang mengelola portofolio pada reksadana syariah pun dibatasi oleh aturan Islam.

Kepiawaian seorang manajer investasi diantaranya ditandai dengan seberapa mampu mereka memilih-milih saham untuk dijadikan portofolio dan kemampuan dalam memprediksi pasar. Singkatnya *market timing ability* adalah kemampuan manajer investasi dalam mengelola portofolionya yaitu dengan membeli saham dengan beta di atas 1 ($\beta > 1$) pada saat pasar akan naik serta menjual dan

mengantainya dengan membeli saham yang memiliki beta di bawah 1 ($\beta < 1$) ketika pasar akan turun (Manurung, 2003).

Henriksson dan Merton berargumentasi bahwa bila dua kemampuan tersebut dimiliki oleh seorang manajer investasi, sehingga *return* yang didapat investor meningkat (*abnormal return*), maka kondisi ini dapat mengalahkan hipotesis efisiensi pasar modal. Dengan demikian kinerja reksadana menjadi baik.

Selanjutnya penelitian ini akan menganalisis kinerja reksadana saham berbasis syariah di Indonesia, dengan mengukur kemampuan manajer investasi dalam memilih saham-saham yang tepat (menguntungkan) atau memiliki kemampuan *stock selection* dan kemampuan dalam membeli (menjual) saham pada saat yang tepat atau memiliki kemampuan *market timing*. Untuk mendapatkan hasil penelitian maka digunakan analisis regresi berganda, yang sebelumnya dilakukan uji asumsi klasik untuk menghasilkan persamaan regresi yang sesuai dalam memprediksi kinerja reksadana syariah.

METODOLOGI PENELITIAN

Penelitian ini mengoperasikan model yang dikembangkan oleh Henriksson dan Merton (1981), yakni untuk menguji kemampuan manajer investasi dalam pemilihan saham yang tepat (*stock selection*) dan kemampuan melakukan jual-beli saham pada waktu yang tepat (*market timing*), persamaannya sebagai berikut:

$$R_{it} - R_{ft} = \alpha_0 + \beta_1(R_{mt} - R_{ft}) + \beta_2(R_{mt} - R_{ft})D + \varepsilon_{it}$$

Keterangan:

R_m = *Return* pasar saham

R_f = *Return* aset bebas risiko

α = Konstanta

β_1 = Koefisien regresi *excess market return*

β_2 = Koefisien regresi

D = Variabel dummy

ε = Random error

Teknik penentuan sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah teknik *purposive sampling*, yaitu teknik pemilihan sampel berdasarkan kriteria tertentu. Adapun kriteria dalam pengambilan sampel pada penelitian ini, antara lain:

1. Data reksadana syariah sudah beroperasi sebelum bulan Januari 2017 dan masih melakukan kegiatan hingga Des 2017.
2. Tidak mengikutsertakan reksadana syariah yang baru berdiri dan yang dibubarkan dalam rentang waktu penelitian .
3. Hanya mengikutsertakan reksadana syariah jenis saham.

Berdasarkan kriteria tersebut, diperoleh 31 perusahaan reksadana yang dapat dijadikan sampel penelitian.

HASIL

Pengujian dalam menganalisis kinerja reksadana syariah dengan mengukur kemampuan manajer investasi yang diujikan secara keseluruhan menggunakan data panel, disajikan pada (tabel 4). Berdasarkan hasil pengujian tersebut membuktikan bahwa salah satu variabel yang menentukan kinerja reksadana adalah kemampuan manajer investasi dalam mengelola portofolionya. Kemampuan pengelolaan portofolio ini berkaitan dengan pemilihan saham yang tepat (*stock selection ability*). Untuk mendapatkan analisis secara

menyeluruh maka akan dilihat *stock selection* dan *market timing ability* keseluruhan, dan didapat sebuah model persamaan regresi: $\text{Log } Y = -4,740069 - 20,80360X_1 + 57,11231X_2$.

Dari persamaan regresi tersebut, didapat nilai alpha yang menunjukkan bahwa kinerja portofolio reksadana syariah di Indonesia memperoleh nilai yang negatif signifikan 5%. Hal ini berarti bahwa manajer investasi belum optimal dalam mengelola portofolionya sehingga kinerja reksadana tidak mampu menandingi kinerja pasarnya. Singkatnya, bahwa pada tahun 2017 manajer investasi pada reksadana syariah di Indonesia tidak memiliki kemampuan dalam memilih saham yang tepat.

Berbeda dengan hasil pengukuran kemampuan melakukan jual beli saham pada saat yang tepat (*market timing ability*). Hasil pengukuran ini ditunjukkan dengan nilai koefisien X_2 yang memberikan nilai positif sebesar 57,1123. Hal ini membuktikan bahwa manajer investasi secara rata-rata memiliki kemampuan dalam memprediksi pasar dan mampu melakukan transaksi jual(beli) saham saat waktu yang tepat. Namun nilai beta yang memberikan nilai $-20,80360$ membuat kinerja portofolio reksadana secara keseluruhan anjlok, sementara kondisi pasar dalam kondisi *bullish*.

PEMBAHASAN

Penelitian ini telah menguji variabel yang menentukan kinerja reksadana yaitu kemampuan manajer investasi dalam mengelola portofolionya. Kemampuan pengelolaan portofolio ini berkaitan dengan pemilihan

saham yang tepat (*stock selection ability*) dan kemampuan dalam memprediksi pasar, untuk melakukan transaksi saham. Jika ada kemungkinan pasar akan naik ($R_m > R_p$) maka manajer investasi akan merubah komponen portofolionya dengan beta yang memiliki nilai yang tinggi ($\beta > 1$) tetapi ketika pasar diprediksi akan turun ($R_m < R_p$) maka manajer investasi berupaya merubah komponen portofolio dalam reksadana dengan beta yang memiliki nilai yang rendah ($\beta < 1$). Inilah pentingnya menghitung nilai beta, sebagai indikator sensitivitas suatu saham terhadap perubahan pasar.

Berdasarkan hasil pengujian parameter individual yang disajikan dalam (tabel 4), maka dapat dikembangkan sebuah model persamaan regresi: $\text{Log } Y = -4,740069 - 20,80360X_1 + 57,11231X_2$. Hasil ini signifikan pada alpha 5%. Persamaan ini dapat diinterpretasikan, yaitu jika peningkatan *excess return market* sebesar satu satuan, maka akan terjadi penurunan *excess return* porofolio reksadana sebesar $6,3 \times 10^{20}$. Begitu pula sebaliknya, jika terjadi penurunan *excess return market* sebesar satu satuan, maka akan terjadi kenaikan *excess return* portofolio reksadana sebesar $6,3 \times 10^{20}$. Hasil pengujian regresi membuktikan bahwa manajer investasi pada reksadana syariah memiliki kemampuan dalam melakukan transaksi jual (beli) saham pada waktu yang tepat, namun karena hubungan portofolio reksadana dengan saham pasar sangat sensitif dan memiliki beta yang negatif, maka kemampuan manajer investasi dalam memanfaatkan waktu transaksi tidak mampu membuat portofolio reksadana memiliki

kinerja yang baik. Selain itu pula, buruknya kinerja portofolio reksadana disebabkan karena manajer investasi kurang piawai dalam melakukan seleksi saham, terlihat dari nilai intersep yang memberikan nilai negatif. Manajer investasi menyusun portofolio atas saham yang memiliki beta tinggi ($\beta > 1$), kondisi ini sangat merugikan investor, yakni bila pasar dalam keadaan *bullish*, maka *return* yang diperoleh investor menjadi turun.

Pengujian model Henriksson-Merton untuk masing-masing reksadana syariah yang berjumlah 26 perusahaan reksadana hanya PT. Pratama Capital Assets Management selaku manajer investasi dari Pratama Syariah yang mampu menunjukkan kepiawaian dalam memilih-milih saham yang tepat. Adapun komposisi portofolionya terdiri atas: (1) saham Astra International Tbk, (2) Bukit Asam Tbk., (3) Telekomunikasi Indonesia Tbk., (4) Nusantara Infrastructure Tbk., dan (5) Indofood Sukses Makmur Tbk. Dengan nilai beta lebih besar dari 1, mengindikasikan reksadana memiliki kinerja portofolio yang superior. Dengan kondisi pasar yang stabil, sangat menguntungkan bagi perusahaan untuk dapat memperoleh keuntungan di atas pasar. Adapun manajer investasi yang memiliki kemampuan memanfaatkan waktu yang tepat untuk melakukan jual (beli) saham, akan ditunjukkan pada tabel berikut:

Tabel 1. Daftar Manajer Investasi yang Memiliki Kemampuan *Market Timing* dengan model Henriksson-Merton

Manajer Investasi	Reksadana	Koefisien
PT. Kharisma Asset Management	KAM Kapital Syariah	10,213**

PT. MNC Asset Management	MNC Dana Syariah Ekuitas II	9,144**
PT. Sucorinvest Asset Management	Sucorinvest Sharia Equity Fund	1,159
PT. Henan Putihral Asset Management	HPAM Syariah Ekuitas	0,303
PT. Maybank GMT Asset Management	Maybank Syariah Equity Fund	0,921

Tabel di atas menunjukkan nama-nama manajer investasi yang memiliki kemampuan untuk melakukan transaksi jual (beli) saham pada waktu yang tepat, namun kemampuan ini tidak serta merta meningkatkan kinerja reksadana syariah. Hasil pengujian menunjukkan pasar memiliki tingkat volatilitas yang tinggi dengan hubungan yang negatif, hal ini pula yang menyebabkan buruknya kinerja reksadana syariah saat pasar dalam kondisi *bullish*.

KESIMPULAN

Berdasarkan hasil penelitian yang telah dilakukan tentang kemampuan *stock selection* dan *market timing* reksadana saham syariah di Indonesia dengan menggunakan model Henriksson-Merton, dapat disimpulkan sebagai berikut:

1. Kinerja reksadana saham syariah di Indonesia *underperform* daripada kinerja pasarnya ISSI. Kinerja yang kurang baik ini dikarenakan manajer investasi kurang selektif dalam melakukan pemilihan saham sebagai komposisi portofolio reksadana. Saham-saham yang dipilih pada umumnya memiliki beta tinggi, sementara hubungan *return* reksadana memberikan nilai negatif, maka kenaikan pada *return* pasar membuat penurunan pada kinerja reksadana.

Namun, secara individu nilai alpha positif hanya dihasilkan oleh PT. Pratama Capital Asset Management, adapun manajer investasi lainnya menghasilkan nilai alpha negatif, yang berarti ketidakmampuan manajer investasi dalam mengelola portofolionya menyebabkan penurunan *return* reksadana.

2. Nilai koefisien *market timing* menghasilkan nilai positif, hal ini menandakan manajer investasi reksadana yang mengelola portofolio saham syariah mampu melakukan *market timing*, namun karena tingkat volatilitas yang tinggi menyebabkan ketidakpastian pasar yang tinggi pula. Pada pengujian masing-masing reksadana hanya PT. Sucorinvest Asset Management, PT. Henan Putihral Asset Management dan PT. Maybank GMT Asset Management yang menunjukkan kemampuan dalam melakukan transaksi pada waktu yang tepat.

DAFTAR PUSTAKA

Asytuti, R. (2003). *Analisis Perbandingan Kinerja Reksa Dana Syariah dan Reksa Dana Konvensional pada Periode 2002-2003*. Tesis. Jakarta: PSKTTI-UI.

Cicilia. (2013). Analisis Pengaruh Market Timing Ability, Stock Selection, Expense Ratio dan Tingkat Risiko Terhadap Kinerja Reksa Dana Saham. *Journal of Management*, 3(2): 1-10.

Dewi, M.K., & Ferdian, I.R. (2009). Evaluating Performance of Islamic Mutual Funds in Indonesia and Malaysia. *Paper presented at the International Conference on Islamic Economics, Banking and Finance (ICIEBF)*, 18-19 August 2009.

Gujarati, D. N. (2007). *Dasar-Dasar Ekonometrika*. Jakarta: Erlangga.

Hariyani, I., & Purnomo, S. D. (2010). *Buku Pintar Hukum Bisnis Pasar Modal*. Jakarta: Transmedia Pustaka.

Manurung, A.H. (2003). *Berinvestasi, Pendirian dan Pembubaran Reksa Dana Pegangan Untuk Investor dan Manajer Investasi*. Jakarta: PT. Adler Manurung Press.

Sujianto, A. E. (2009). *Aplikasi Statistik dengan SPSS 16.0*. Jakarta: Prestasi Pustaka.